

Commentaire du gestionnaire

David Barr, CFA

Le Fonds de valeur Pender a dégagé un rendement de -1,2 % au deuxième trimestre de 2023 pour établir son cumul annuel à 3,1 %¹. Les gains du portefeuille ont principalement été réalisés en juin, mois au cours duquel celui-ci a remporté 5,5 % sur fond de regain d'intérêt général pour les petites entreprises chez les investisseurs. En effet, le mois de juin a été le premier mois depuis février où les actions à petite capitalisation ont obtenu des rendements supérieurs à ceux des actions à grande capitalisation, comme en témoigne le rendement de 8,2 % de l'indice S&P 600 par rapport à celui de 6,6 % remporté par l'indice S&P 500. Ce rapport de force est également présent avec les indices Russell 2000 (3,1 %) et composé S&P/TSX (1,1 %) pendant la même période.

Les entreprises technologiques à mégacapitalisation se sont révélées les principaux moteurs de rendement au sein des marchés boursiers au cours du trimestre, s'inscrivant ainsi dans la poursuite d'une tendance bien installée depuis le début de l'année. À ce jour en 2023, sept sociétés de l'indice S&P 500 ont dégagé à elles seules environ 75 % des gains. Ce groupe comprend Apple Inc. (Nasdaq : AAPL), Microsoft Corp. (Nasdaq : MSFT), Nvidia Corp. (Nasdaq : NVDA), Alphabet Inc. (Nasdaq : GOOGL), Amazon Inc. (Nasdaq : AMZN), Meta Platforms Inc. (Nasdaq : META) et Tesla Inc. (Nasdaq : TSLA). Ces sociétés ont propulsé le Nasdaq au-devant du peloton, lui permettant de décrocher un gain remarquable de 32,3 % pour le premier semestre de 2023 dans la devise locale. En revanche, l'indice de référence des entreprises à petite capitalisation, soit l'indice Russell 2000, cumule un gain de 8,1 % (USD) pendant la même période. Les gains boursiers se trouvent donc dans une tranche étroite du marché et n'ont pas encore su se faufiler un chemin jusqu'aux petites entreprises.

Notons par ailleurs que cette dominance étroite du marché est principalement caractérisée par une expansion rapide des multiples. En effet, au début de 2023, ce groupe des sept se négociait à un multiple moyen des bénéfices futurs de 28,7. Or à l'heure actuelle, ces mêmes sociétés affichent un multiple moyen des bénéfices futurs de 43,0, ce qui représente une augmentation de presque 50 % au cours d'une période de six mois!

L'écart de rendement entre les petites et grandes entreprises accentue la déconnexion entre les cours boursiers et les évaluations – un décalage qui frôle des niveaux historiques. L'indice S&P 600 a terminé le trimestre avec un multiple des bénéfices futurs de 15,2, tandis que l'indice S&P 500 inscrivait le sien à 20,1 – un escompte de près de 5. Il est rare de constater un tel écart par rapport aux évaluations; le dernier remonte au début des années 2000 lorsque le S&P a atteint son sommet pendant la bulle technologique.

Mais il y a de la lumière au bout du tunnel. Après l'éclatement de la bulle techno, les petites entreprises ont entrepris une remontée faramineuse qui a duré plusieurs années. Entre 2000 et

¹ Tous les rendements signalés sont ceux des parts de catégorie F du Fonds. D'autres catégories de parts sont offertes. Celles-ci pourraient présenter des frais et des rendements différents.

2005, les petites sociétés ont dégagé un rendement supérieur à chacune des années par un taux moyen de près de 12 %.

Rendement supérieur des petites entreprises après la bulle technologique²

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
S&P 500	-9,1 %	-11,9 %	-22,1 %	28,7 %	10,9 %	4,9 %
S&P 600	11,8 %	6,5 %	-14,6 %	38,8 %	22,6 %	7,7 %
Rendement supérieur des petites entreprises	20,9 %	18,4 %	7,5 %	10,1 %	11,7 %	2,8 %

Après une décennie de domination par les grandes entreprises (avec en tête les sociétés technologiques), seul le temps pourra déterminer si le dernier mois de rendement supérieur marquera le début d'une nouvelle ère pour les petites entreprises. Les tendances vont et viennent, nous le savons bien, et les entreprises choyées par les marchés changent. Pensons à Microsoft, société bien affectionnée de nos jours. Les activités de celle-ci battent leur plein en ce moment, les logiciels en tant que service (SaaS), l'infonuage (Cloud) et les perspectives de l'intelligence artificielle (IA) alimentant des données fondamentales tout à fait impressionnantes. Toutefois, sachant que Microsoft se négocie à un multiple de 32,3, comparativement à 11,4 il y a dix ans, la réévaluation à la cote de son multiple pour tenir compte de ces données fondamentales est probablement derrière nous.

Bien que certains élans puissent pousser les tendances vers les extrêmes, la rupture n'est jamais bien loin et de nouvelles entreprises sont toujours en coulisses pour se hisser au sommet. Ce qui s'est passé dans le passé n'est pas nécessairement appelé à se reproduire et à cet égard, les dix prochaines années risquent fort d'être bien différentes des dix dernières.

Mises à jour sur le portefeuille

Parmi les points forts du trimestre, notons les généreuses contributions de certaines de nos pondérations les plus importantes. Sylogist Inc (TSX : SYZ), principal avoir du portefeuille, figure parmi les titres ayant le plus contribué au rendement du Fonds ce trimestre. Nous avons été actifs auprès de cette entreprise au cours des derniers mois et avons réussi à négocier une entente qui nous permet de nommer le directeur de son conseil. Nous sommes très heureux de cette issue et estimons que l'entreprise est en très bonne position et qu'elle est sur le point de passer des jalons notables sur le plan de la croissance. Les résultats trimestriels de Sylogist offrent des indications positives pour l'avenir, comme en témoigne sa croissance organique de 17 % (rajusté pour tenir compte de la devise).

Burford Capital Inc (NYSE : BUR) se trouvait également parmi les titres gagnants pendant le trimestre après que l'entreprise a annoncé une décision favorable longuement attendue qui occasionnera des recettes impressionnantes pour la société. Il s'agit là pour le titre d'un catalyseur majeur qui valide son modèle d'affaires en tant que chef de file parmi les experts

² Source : YCharts.

dans le financement des litiges. À la fin de juin, cette société se trouvait parmi les cinq principaux avoirs du Fonds de valeur Pender.

Copperleaf Technologies Inc. (TSX : CPLF), autre société ayant apporté sa contribution pendant le trimestre, tire parti de sa participation au thème de l'IA. En effet, la société offre des logiciels analytiques alimentés par l'IA pour éclairer les prises de décision de ses clients du secteur des services publics. Ses capacités analytiques reposent sur la vaste quantité de données exclusives et spécialisées recueillies par la société auprès de ses clients et partenaires du secteur mondial des services publics. Copperleaf a pour objectif d'intégrer l'IA aux données exclusives existantes, ce qui lui confère un avantage unique selon nous et explique sa présence dans nos cinq principaux avoirs en portefeuille.

Quelques changements ont également été apportés au Fonds pendant le trimestre. Nous avons vendu nos titres dans Block Inc. (NYSE : SQ), Magnet Forensics Inc (TSX : MAGT) et Howard Hughes Corp. (NYSE : HHC), et avons réduit notre participation dans les titres d'Exor NV (AMS : EXO) et de KKR & Co Inc (NYSE : KKR). Nous avons réinvesti le produit dans des avoirs déjà en portefeuille pour lesquels nous avons beaucoup espoir et renfloué l'encaisse, laquelle représentait 7,9 % à la fin de juin.

Nous allons continuer à concentrer les investissements du portefeuille sur les petites et moyennes entreprises qui présentent un décalage par rapport à leurs données fondamentales sous-jacentes. Notre pondération dans les actions canadiennes s'élevait à 48,1 % à la fin du trimestre, soit une augmentation par rapport à celle de 36,3 % enregistrée en juin 2022. Alors que notre exposition au marché canadien a pris de l'ampleur, celle aux entreprises internationales s'est rétrécie, passant de 16,1 % à la fin de juin 2022 à 8,9 % à la fin du trimestre. Nous avons opéré cette transition vers les sociétés canadiennes au fur et à mesure que nos actifs internationaux ont atteint leur juste valeur ou que certaines sociétés que nous connaissions bien nous offraient des occasions difficilement refusables.

David Barr, CFA
17 juillet 2023